

南京高科(600064)

南京高科：杰出的股权投资者

✍ 伍永刚

☎ 021-38676525

✉ wuyg1@gtjas.com

本报告导读：

投资要点：

1、南京高科最大亮点有以下三方面：（1）出色的股权投资。所投资的南京银行、中信证券、栖霞建设、科学城等上市公司股权市值已达初始投资额的9倍，出色的股权投资为南京高科的高额回报打下了坚实的基础。（2）主营业务具有较好的增长前景。无论是房地产、医药，还是水务，南京高科的主营业务都具有较好的增长前景。（3）滚动式发展模式将从根本上提升公司估值。如果公司能借助于大股东国资委的背景，选择较好的投资项目，通过“投资——退出——再投资”的滚动式发展模式，就可以成功地实现盈利能力快速提高与规模快速扩张，从根本上提升公司估值。

2、南京高科收入结构：营业利润主要来自投资收益。

2008年，南京高科获得归属于母公司股东的净利润1.92亿元，EPS为0.558元/股；营业利润2.16亿元，其中主营利润0.35亿元，投资收益1.8亿元，占主营利润的83.67%。而投资收益主要来源是参股投资的南京银行、栖霞投资、LG新港显示，三者贡献的投资收益占总投资收益的69.33%。

南京高科主营业务有三块：房地产开发及销售；制药及销售；水务。南京高科通过设立众多子公司分别从事不同业务的模式进行经营管理。

3、南京高科实际控制人：南京市国资委。南京高科第一大股东为南京新港开发总公司，持有公司股权比例为34.46%；第二大股东为南京港口经济发展总公司，持股比例3.01%，远低于第一大股东。南京新港开发总公司为南京国资委下属的南京市国有资产投资管理控股（集团）有限责任公司100%控股。

4、相对估值法：南京高科股价偏低。按照PB相对估值法，我们测算南京高科于09年6月30日的估值为27.93元，而南京高科该时点股价为19.44元，股价明显低估。预计2009年6月末公司每股净资产达15.54元（不含南京银行超过发行价的部分溢价，若计入该部分溢价，其每股净资产将达19.71元）。对南京高科的主营业务给以3.6倍的PB；对可供出售资产溢价部分给以1倍的PB；对隐含（未解禁）的可供出售资产溢价给以0.85倍PB估值。

5、增持评级，目标价31.3元。根据相对估值法结果以及我们对未来银行金融、基建、房地产等的判断，结合南京高科的业务定位，我们给以南京高科增持评级，目标价31.3元。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,076	1,518	1,974	2,487	3,109
(+/-)%	-36.46%	41.10%	30.00%	26.00%	25.00%
经营利润（EBIT）	229	379	476	617	784
(+/-)%	35.12%	65.60%	25.72%	29.51%	27.21%
净利润	162	191	234	309	399
(+/-)%	62.65%	17.99%	22.36%	32.36%	28.93%
每股净收益（元）	0.47	0.56	0.68	0.90	1.16
每股净资产（元）	20.85	10.17	16.50	20.84	24.75

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	15.04%	12.58%	11.84%	12.43%	12.83%
市盈率	43.64	37.05	30.30	22.92	17.79
市净率	0.99	2.03	1.25	0.99	0.83

评级：

增持

上次评级：首次评级

目标价格：

¥31.30

上次预测：--

当前价格：

¥20.66

2009.07.02

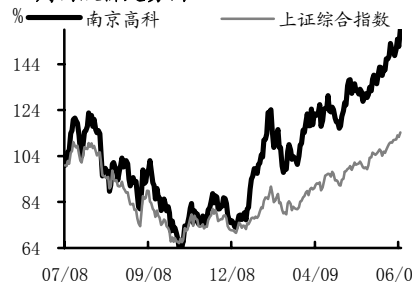
交易数据

52周内股价区间（元）	8.03 ~ 20.54
总市值（百万元）	7,024
总股本/流通A股（百万股）	344/344
流通B股/H股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量（百万股）	6.1
日均成交值（百万元）	88.7

资产负债表摘要（12/08）

股东权益（百万元）	3,501
每股净资产	10.17
市净率	2.03
资产负债率	66.69%

52周内股价走势图



1. 南京高科：杰出的股权投资者

南京高科最杰出的业务在于其成功的股权投资。根据公司 2008 年年报、2009 年 1 季度季报，南京高科持有上市公司南京银行、中信证券、栖霞建设、科学城等股权，持股比例分别为 11.172%、0.923%、15.338%、1.236%；每股南京高科含南京银行 0.596 股，含中信证券 0.178 股，含栖霞建设 0.468 股，含科学城 0.022 股。

如果按 6 月 30 日收盘价计算，南京高科投资上述 4 家上市公司的初始投资 7.3 亿元，已快速膨胀为 65.86 亿元，是其初始投资的 9 倍。

表 1：南京高科——杰出的股权投资

代码	上市公司	初始投资 (亿元)	持股数 (亿股)	每股含上市 公司股数	持股比例	2009.06 市 值 (亿元)	膨胀倍数
601009	南京银行	2.05332	2.05200	0.59626	11.172%	36.91548	17.978
600030	中信证券	2.77077	0.61216	0.17788	0.923%	17.29959	6.244
600533	栖霞建设	1.67898	1.46054	0.42440	13.910%	10.07771	6.002
600533	栖霞建设	0.68263	0.15000	0.04359	1.429%	1.03500	1.516
000975	科学城	0.11880	0.07698	0.02237	1.236%	0.52882	4.451
	小计	7.30450				65.85660	9.016

数据来源：国泰君安证券。

2. 收入结构：营业利润主要来自投资收益

2008 年，南京高科获得归属于母公司股东的净利润 1.92 亿元，EPS 为 0.558 元/股；营业利润 2.16 亿元，其中主营利润 0.35 亿元，投资收益 1.8 亿元，占主营利润的 83.67%。

而投资收益主要来源是参股投资的南京银行、栖霞投资、LG 新港显示，三者贡献的投资收益占总投资收益的 69.33%。

南京高科主营业务有三块：房地产开发及销售；制药及销售；水务。南京高科通过设立众多子公司分别从事不同业务的模式进行经营管理。表 3 列举了南京高科纳入并表范围的子公司。

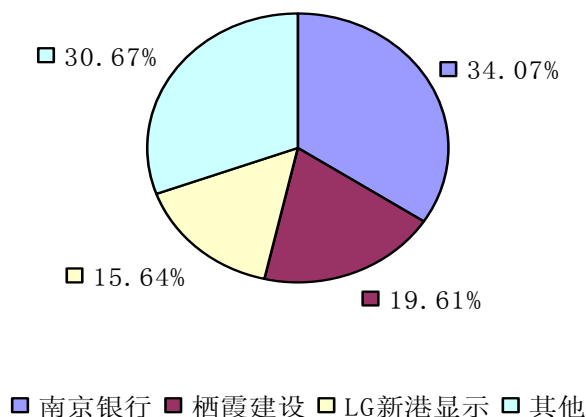
表 2：南京高科营业利润及结构（2008 年，千元）

项目	营业利润	占比
主营业务利润	35,265	16.33%
投资收益	180,665	83.67%
合计	215,930	100.00%

数据来源：国泰君安证券

图 1 南京高科投资收益及主要来源（2008 年）

投资收益及主要来源



数据来源：国泰君安证券

表 3: 南京高科纳入并表范围的控股子公司（截至 2008 年底）

控股子公司名称	注册资本 (万元)	所占权益 比例(%)	经营范围	投资额 (万元)
南京新港建设发展有限公司	2,500.00	95.79	市政建筑工程设计、施工、建设投资、管理、咨询	2,184.92
南京港湾工程建设监理事务 所有限公司	300.00	100.00	港口工程及配套设施的建设监理和咨询等	300.00
南京臣功制药有限公司	3,000.00	100.00	中西药剂生产销售	3,719.46
南京新港医药有限公司	3,000.00	90.00	医药、生物工程、保健食品、医药器械的技术开发、 推广、转让咨询服务	2,700.00
南京新港联合制药有限公司	700.00	73.00	片剂、硬胶囊、颗粒剂生产，销售本公司产品	674.50
南京先河制药有限公司	1,000.00	100.00	片剂、硬胶囊、颗粒剂生产，销售本公司产品等。	200.00
南京新港药业有限公司	1,000.00	100.00	中成药、中药饮片、化学药制剂、抗生素制剂、生 化药品等。	1,000.00
南京仙林房地产开发有限公司	50,000.00	80.00	住宅小区综合开发建设；商品房销售、租赁、物业 管理；工程管理（工程监理除外）；新型住宅构配件、 建筑材料销售等。	41,860.00
南京清风物业管理有限公司	310.00	100.00	物业管理、商品房销售、租赁；工程管理（监理除 外）；室内装饰设计、施工；新型住宅构配件、建筑 材料销售等。	310.00
南京仙林康乔房地产开发有 限公司	5,000.00	100.00	房地产开发；商品房销售、租赁；物业管理。	4,600.00
南京新港园林绿化有限公司	500.00	100.00	园林绿化；兼营物业管理和垃圾处理。	500.00
南京新港水务有限公司	3,500.00	100.00	污水处理及回水利用；环保工程及设备检修。	3,500.00
南京高科新创投资有限公司	50,000.00	100.00	实业投资、创业投资、证券投资及投资管理、咨询。	50,000.00

数据来源：国泰君安证券。

表 4：南京高科主营业务分行业、分产品情况表（2008 年，单位：人民币元）

分行业	营业收入	营业成本	营业利润率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	营业利润率比上年增减（%）
房地产开发销售	470,302,888.38	358,457,475.80	15.97	177.55	166.18	增 1.66 个百分点
市政基础设施承建	538,483,333.40	498,652,739.25	7.15	57.49	51.53	增 3.59 个百分点
土地成片开发转让	167,292,435.00	75,843,716.80	51.53	302.79	210.1	增 13.77 个百分点
园区管理及服务	136,503,240.98	84,554,181.21	38.06	5.93	-1.54	增 9.84 个百分点
药品销售	205,366,183.34	85,671,758.92	56.98	-6.48	-13.77	增 3.53 个百分点

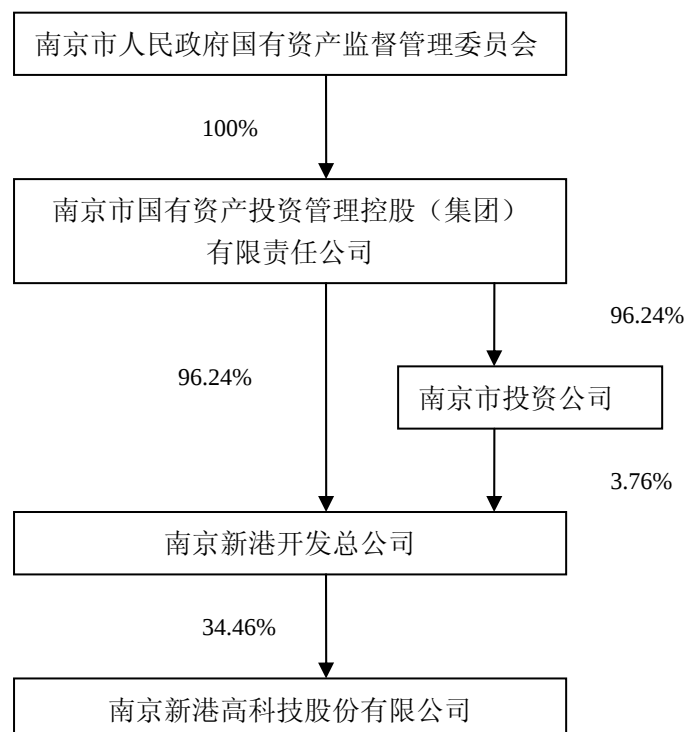
数据来源：国泰君安证券。

3. 南京高科实际控制人：南京市国资委

南京高科第一大股东为南京新港开发总公司，持有公司股权比例为 34.46%；第二大股东为南京港口经济发展总公司，持股比例 3.01%，远低于第一大股东持股比例。

而从下图可看出，南京新港开发总公司为南京国资委下属的南京市国有资产管理控股（集团）有限责任公司 100%控股。因此，南京高科的实际控制人为南京市国资委。

图 2 南京高科实际控制人为南京市国资委



资料来源：公司年报；国泰君安证券

4. 南京高科盈利前景展望

2009 年，决定南京高科盈利水平的主要有三个方面：主营业务中的房地产；参股公司的投资收益；新设立的“南京高科新创投资有限公司”经营业绩。

4.1. 主营业务中的房地产：将快速增长

南京高科 2009 年主营业务增长主要看房地产。

(1) 房地产及相关业务：增长弹性较大

在 2009 年房地产行业趋暖的背景下，根据南京高科 2008 年主要商品房项目情况，以及上半年经营情况，我们认为，2009 年南京高科房地产业务出现较快增长的可能性较大。

表 5：主要商品房项目情况（单位：万平方米）

项目名称	占地面积	规划总建筑 面积	可售总 面积	开发进度	销售进度
山水风华	10.89	9.09	7.49	项目已竣工，正陆续交付	截止 08 年末累计实现销售 3.98 万平方米
新城邻里	6.74	14.11	10.63	一期 5.86 万平方米中多层部分正进行室内外装饰，小高层部分已封顶，二期已完成设计	08 年末开始销售，目前已实现销售 1.35 万平方米
学仕风华苑	19.97	32.95	23.18	22.9 万平方米已竣工，其他正处于装修阶段	08 年末开始销售，目前已实现销售 4.83 万平方米
仙踪林苑	3.5	7.72	5.62	正在进行开工准备工作	尚未开始销售
仙林 G81 项目	34.61	56.56		正在进行方案设计工作	尚未开始销售
东城汇	3.28	8.96	5.75	正在进行开工准备工作	尚未开始销售
仙林国际	4.07	15.32	12.09	正在进行开工准备工作	尚未开始销售

数据来源：国泰君安证券。

(2) 制药及销售业务：09 年会有一定的增长

南京高科下属子公司臣功制药的盈利能力不错，而南京新港医药有限公司多年来持续亏损，公司通过将新港医药纳入臣功制药的管理体系，整合资源，强化管理，目前经营局面改善，主打产品托拉塞米的市场营销保持较快增长，2009 年以来实现了企业月度盈利。

预计公司医药及相关业务会有一定的增长。

(3) 水务：盈利能力强，但规模有限

南京高科的水务主要是污水处理等，其利润率较高，但其规模有限，2008 年下属子公司南京新港水务有限公司贡献净利润 829.8 万元。

总之，南京高科 2009 年主营业务最大看点在房地产业务。

4.2. 传统投资收益：稳中有升

2008 年，南京高科的 1.8 亿元投资收益中，来自南京银行、栖霞建设及 LG 新港显示的投资收益占了 69.33%。由于我们继续看好银行业、基建行业等的增长，我们预

测，2009 年南京高科的传统投资收益将保持 10%甚至更高的增长。

4.3. 新设的“南京高科新创投资” 具有较强的想象空间

2008 年新设的“南京高科新创投资有限公司”，注册资本 5 亿元，主要实业投资、创业投资、证券投资及投资管理咨询。2009 年资本市场的火爆为南京高科新创投资有限公司的盈利创造了机会。

此外，公司已确定采取滚动式发展模式进行股权投资，以充分发挥股权投资盈利增长点作用。在这方面，如果公司有持续较好的项目投入，它将成为公司未来长期最大的卖点。这方面具体经营情况有待我们进一步的调研。

归纳以上分析，我们初步预测，2009 年公司归属于母公司股东净利润为 2.34 亿元，EPS 为 0.68 元。

表 6：主要财务数据同比发生重大变动的分析（单位：人民币元）

项目	2008 年	2007 年	增减幅度 (%)	变化原因
营业收入	1,518,368,081.10	1,076,093,094.84	41.10	本期实现结算的房地产和市政基础设施承建业务收入增加
投资收益	180,665,177.71	127,078,276.28	42.17	来自南京银行等参股公司的年度分红款增加
营业利润	215,930,352.34	164,170,140.62	31.53	投资收益同比大幅度增加
销售费用	95,256,193.97	77,378,974.66	23.10	下属医药公司本期销售费用增加
财务费用	164,336,506.48	51,644,647.99	218.21	借款总额增加及借款利率上升
所得税	23,463,897.82	15,236,384.82	54.00	报告期内利润总额增加

数据来源：国泰君安证券。

5. 相对估值法：南京高科股价偏低

按照 PB 相对估值法，我们测算南京高科于 09 年 6 月 30 日的估值为 27.93 元，而南京高科该时点的股价为 19.44 元，股价明显低估。

5.1. 预计 2009 年 6 月末公司每股净资产达 15.54 元

由于南京高科把所持上市公司股权计为可供出售资产，因此其 1 季度末和 2 季度末每股净资产的变化主要体现在：（1）所持上市公司股权公允价值的变化；（2）2 季度盈利、期间分红及其他因素引起的变化。

根据我们初步测算，南京高科 6 月末每股净资产为 15.54 元（不含南京银行超过发行价的部分溢价，若计入该部分溢价，其每股净资产将达 19.71 元），其中可供出售资产溢价对应的每股净资产为 12.14 元，而主营业务等对应的每股净资产为 3.4 元。

5.2. 南京高科于 09 年 6 月末的相对估值为：27.93 元

按 PB 相对估值法来测算南京高科于 09 年 6 月末的估值。

第一步：对主营业务等的估值。

目前房地产行业按 09 年计算的动态 PB 平均为 4.6 倍；医药平均 PB 更高；为谨慎起见，我们对南京高科的主营业务给以 3.6 倍的 PB。

第二步：对可供出售资产溢价的估值。对可供出售资产溢价部分给以 1 倍的 PB。

第三步：对隐含的可供出售资产溢价估值。

在净资产以外，还有一部分可供出售资产溢价，即南京银行的部分溢价。由于公司所持南京银行股票要到 2010 年 7 月 19 日解禁，因此南京高科在计算南京银行股票公允价值时使用的是发行价：11 元/股。高出发行价的那部分溢价并没有体现在公允价值中，也没有体现在每股净资产中。

对于 1 年的限售，我们假定给以 85% 的折扣来计算公允价值，即对南京银行股权资产溢价部分给以 0.85 倍的 PB。

按上述方法，我们测算出南京高科于 2009 年 6 月 30 日的相对估值为：27.93 元。

特别说明：

(1) 主营业务等对应的每股净资产很难准确划分，不同的净资产划分会有不同的估值，我们只是根据公司 08 年年报的信息作出初步估算（参表 7）。

(2) 对主营业务部分不同的 PB 估值，会带来不同的估值结果，如果将其 PB 估值从 3.6 倍上浮到 4.6 倍，则南京高科的估值将相应上浮到 31.33 元（参表 7）。

(3) 不同时点对估值的影响。我们上述给出南京高科的估值只是相对 09 年 6 月末这一时点的，未来若所持股票上涨或下跌，其估值也将随之波动。

表 7：南京高科每股净资产及其估值

1 季度末每股净资产（元）	14.12		
6 月末较 1 季度末每股净资产变化（元）	1.42		
6 月末每股净资产值估计（元）	15.54		
南京高科估值		PB	估值
6 月末每股净资产值（元）	15.54		
其中：可供出售资产溢价部分 1	12.14	1.00	12.14
主营业务等部分	3.40	3.60	12.24
小计（元/股）			24.38
南京银行股权溢价部分 2（元/每股南京高科）	4.17	0.85	3.54
每股南京高科估值（元/股）			27.93

数据来源：国泰君安证券。

表 8：南京高科估值敏感度分析

MBVPS \ PB	3.10	3.60	4.10	4.60	5.10
2.00	23.29	24.29	25.29	26.29	27.29
2.70	24.76	26.11	27.46	28.81	30.16
3.40	26.23	27.93	29.63	31.33	33.03
4.10	27.70	29.75	31.80	33.85	35.90
4.80	29.17	31.57	33.97	36.37	38.77

注：MBVPS 代表主营每股净资产。数据来源：国泰君安证券。

6. 给以南京高科增持评级，目标价：31.3 元

归纳以上分析，我们认为，南京高科最大的卖点有以下三个方面：

（1）出色的股权投资。所投资的南京银行、中信证券、栖霞建设、科学城等上市公司股权市值已达初始投资额的 9 倍，出色的股权投资为南京高科的高额回报打下了坚实的基础。

（2）主营业务具有较好的增长前景。

无论是房地产、医药，还是水务，南京高科的主营业务都具有较好的增长前景。

（3）滚动式发展模式将从根本上提升公司估值。

如果公司能借助于大股东国资委的背景，选择较好的投资项目，通过“投资——退出——再投资”的滚动式发展模式，就可以成功地实现盈利能力快速提高与规模快速扩张，从根本上提升公司估值。

根据前面相对估值法结果，以及我们对未来银行金融、基建、房地产等的判断，结合南京高科的业务定位，我们给以南京高科增持评级，目标价 31.3 元。

作者简介:**伍永刚:**

1997年毕业于南开大学，并获经济学博士，随即加盟原君安（后合并为国泰君安）证券研究所。先后从事宏观经济、国际市场、券商研究、银行及金融业研究，曾多次获中国证券业协会重点科研课题一等奖、二等奖，目前侧重银行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com